

困境与机遇：紧缩政策下的 我国资金市场

张亦春 郑振龙

一、由繁荣走向萧条的我国资金市场

1988年第三季度，为了对付高达二位数并有继续恶化趋势的通货膨胀，根据党中央、国务院的决定，中国人民银行果断地采取了严厉的紧缩性货币政策。在紧缩政策的形势下，我国的资金市场一下子由高峰跌落谷底，占整个资金市场融资总量90%以上的银行同业拆借市场几乎瘫痪，新生的国库券交易市场也有行无市。我国的资金市场从总体上说陷入了困境。

为什么我国的资金市场如此脆弱？为什么我国的资金市场不能象人们原先预期的那样在紧缩政策下起到缓冲器作用？为了回答这个问题，让我们简单地回顾一下我国资金市场的发展历程。

自从1984年金融市场被作为金融体制改革的突破口提出之后，我国的资金市场如雨后春笋般地在全国各地迅速生长起来。其中发展速度最快、规模最大的当数银行同业拆借市场。到1987年，全国银行同业拆借市场融资总量达3000亿元以上。全国各地不管条件是否成熟，都争先恐后地开办了各种形式的资金市场，并设立了融资公司和证券公司，仿佛短时间内资金市场就可以办成，金融体制改革就能成功。其结果是我国资金市场的发展貌似春天，实则秋天。它只有繁荣的外壳而无完善的内部机制。于是，在紧缩之疾风吹荡下，无本之叶终成“秋风扫落叶”之萧条景况。

银行同业拆借市场之所以曾获得如此迅速的发展，主要是由于它满足了地方各级银行的扩张冲动，因此它在我国一开始就不是作为典型的平衡银行之间的清算票据和联行汇差的头寸市场出现，而是作为调剂信贷资金余缺的短期甚至中期借贷市场出现。它虽然在利用资金的时间差、空间差、行际差，灵活调剂和运用资金，搞活微观金融方面起了一定的积极作用，但在各银行弥补地方资金缺口的行为动机驱动下，拆借期限呈现长期化的趋势，从而使作为临时调剂头寸的拆借工具越来越具有投资的属性。为了达到此目的，各银行就采取“拆东墙补西墙”的办法。这样，在紧缩银根时，由于无“东墙”可拆，“西墙”也就无法补，从而出现了相互拖欠、

业票据，由于其自偿性，又成为银行作为抵押贷款、贴现、再贴现的良好对象，它有较低风险，又符合物资保证原则。除银行外，这种书面的、符合法律规定的票据对各金融机构参加农副产品收购贷款增加了吸引力。其它公司、机构也可把购买商业票据作为一项投资内容，在金融市场购买、投资。这样就使农副产品收购资金来源多样化、社会化，也能提高收购部门的收购能力和经营的灵活性，减轻银行压力。多渠道筹集收购资金是改善收购部门经营管理的一个重要措施，也是解决资金不足的一个重要方法。当然，这要求加快票据法的制定与颁布，以适应经济发展的需要。

（作者工作单位：人民银行研究生部科研处）

无理拒付、压票、汇路不通、收购农副产品开白条等等不正常的现象，使银行信誉降到了最低点，出现了信用危机的迹象。

我们建立资金市场的目的在于利用市场机制和计划手段的有机结合来加强货币政策的有效性和弹性，以减少实行紧缩时货币政策对经济的过大冲击，即实现“软着陆”。因此建立资金市场不应单着力于建立资金市场的外壳，而应着力于完善资金市场机制。资金市场机制包括供求机制、竞争机制、利率机制、证券价格机制、风险机制，这些机制又可以概括为动力机制和行为约束机制。要完善这些机制，需要涉及到经济体制乃至政治体制的许多方面，它不是在短时间内所能完成的。因此金融市场不可能成为金融体制改革的突破口，它只能是金融体制改革的攻坚战。急于求成是无济于事的，它只能使金融市场机制变态、扭曲甚至瘫痪。在资金市场机制瘫痪的情况下，只能靠行政命令来驱动和维持资金市场的运转，其结果是资金市场不但不能成为计划手段的得力助手，反而增加了计划的难度，甚至使计划难以实现。其表现为在经济膨胀时起推波助澜的作用，而在经济紧缩时却加大经济震荡的烈度。我们应记住我们付出了高昂的学费换来的这一深刻教训。

紧缩使资金市场由繁荣的高峰跌入萧条的谷底，也使许多人对资金市场的期望从充满希望变成悲观失望。难道资金市场在中国大地上就此夭折了吗？不会的。因为这仅是从银行同业拆借市场来看资金市场的一面，而我们还应看到资金市场的另一面，即社会直接融资的形式之一——企业集资。

二、低潮下的潜流：企业集资热*

在以银行同业拆借市场为主体的资金市场走向萧条的同时，原来在资金市场总融资规模中微不足道的企业集资从1988年下半年以来却似一股潜流，给中国资金市场带来了冬天里的春天。它以规模大、范围广、发展速度快而被称为“企业集资热”。请看下列几组数字：

——苏州市企业的集资面已达90%，计划认购的集资款项占到银行当年的信贷增加数的50%；

——湖北省黄冈县企业共集资3435.9万元，占同期银行贷款余额的20%左右；

——浙江临海市企业集资额已达7000万元左右，企业的集资面占80%；

——根据浙江省人民银行对600家企业的调查，1988年集资额比1987年增长了208%。

据初步估算，集资已迅速发展成为我国资金供应的四大渠道之一，在财政、银行、外资、集资这四大资金渠道中，其比重约占五分之一。

企业集资之所以能获得如此迅速的发展，有其必然的原因。从企业角度讲，1988年下半年实行紧缩政策后，银行信贷资金几乎处于僵滞状态，银行贷款指标骤减，许多旧贷收不回来，因此连高效益、信誉好的企业的资金需要也难以得到保证，更谈不上效益差、信誉一般的企业。企业告贷无门，为求生路，只得走向市场集资。向市场集资不同于向银行贷款，它靠市长的条子是行不通的。企业为了卖出自己的股票、债券，只能在收益率、风险、流动性等方面展开竞争，其中最主要的是在证券收益率上竞争。这在这次集资的利率上就可以看出。目前企业的集资利率高得惊人，有的甚至数倍于银行同期利率。例如浙江省黄岩县1988

* 编者注：关于企业集资的详细情况，参见《金融研究》1989年第8期“政策热点之五：企业集资问题专题笔谈”。

年集资年利率在16%—20%的占集资总额的21.3%，利率在21%—30%的占63.7%，利率在30%以上的占5.2%；湖南邵阳市绝大多数企业集资入股的股票是采取既计息又分红的办法，年利息率加分红率最高的达50%。

从居民角度讲，企业集资为他们提供了一条很好的投资保值途径。在高通货膨胀率面前，银行存款利率虽然一再提高，却不能改变负利率状况。居民为了避免储蓄遭受贬值的命运，急于寻找保值和增殖的途径。1988年9月，中国人民银行虽然推出三年定期保值储蓄存款，但由于期限长，又不能增殖，故对居民产生的吸引力是有限的。抢购商品也实属无奈之举。在这种情况下，企业集资以其高利率满足了居民的保值和增殖要求，从而对居民产生了强大的吸引力。

供求两方面的强大动力驱动着企业集资以其浩荡之势给社会、经济带来了一系列的影响，其中有积极的影响，也有消极的影响。积极的影响有：

①企业通过市场集资既减轻了对银行信贷的压力，保证了国家紧缩政策的顺利实现，又有效地避免了再度出现类似1986年初的经济大滑坡。

②企业集资一方面通过把消费资金转化为生产资金，减轻了体外循环资金对商品流通的冲击，另一方面通过增加有效供给，减轻了通货膨胀的压力。虽然据初步测算，企业集资的资金来源有50~60%来自银行存款，但毕竟还有40~50%来自居民手持现金。

③企业集资具有自动的择优限劣功能，有利于提高资源配置效率。企业在争取银行贷款时，常有发生靠关系、人情和条子取得贷款的现象，但这些因素在企业集资中是行不通的。居民在决定购买哪家企业的股票、债券时，考虑的是这些证券的风险、收益和流动性等的优劣。这样，效益高的企业就有能力向市场提供低风险、高收益、流动性强的证券，而效益差、濒临倒闭的企业就无法做到这一点。这样，资金就自动流到效益好的企业。资金市场优化资源配置的功能在这里发挥了作用。在我国目前资金短缺的情况下，这一点具有尤为重要的意义。

④企业集资在一定程度上缓解了企业流动资金不足的问题。这次“企业集资热”值得注意的一个特点是，虽然集资用于固定资产投资的势头仍不小，但用于充实流动资金的端倪开始显露，集资直接用于周转的意向已经外现。据浙江省调查统计，1986年全省企业集资有60.3%用于固定资产投资，1987年这个比重下降为24.7%，1988年进一步下降为15.5%。另据江西省对该省3174个单位的调查，集资用于固定资产投资和补充流动资金的金额分别占集资总额的51.8%和48.2%。此外，据对湖南省益阳地区25家企业的调查，企业集资用于固定资产投资和补充流动资金的分别占集资总额的39.6%和60.4%。企业流动资金严重不足是最令银行头痛的事情，如能对企业集资正确引导，它将不失为补充企业流动资金的一条捷径。

当然，企业集资也存在一些弊端，主要表现在：

①有些效益差，濒临倒闭的企业也利用高利率进行集资。它既欺骗了公众，又降低了资源配置效率。在金融市场较发达的国家中，虽然证券法没有限制亏损企业发行证券，但由于证券法规定所有发行证券的企业都必须公开财务状况，而且证券价格是由市场供求状况决定的，因此人们就可以根据准确的信息和自己的偏好来选择证券。而在我国，由于没有相应的法规约束，公众无法知道发行证券企业的财务状况，这样，那些低效亏损企业就可以利用高利率来欺骗公众，以吸引公众的资金。到头来，如果发生严重亏损，要么把债务推到国家身

上, 要么宣布破产或者赖着不还, 吃亏的是不明真相的公众。

②有些企业利用厂内集资方式变相地给本厂职工发放奖金。这主要发生在一些效益较好、盈利较多的企业, 目的在于逃避奖金税。有的企业除了事先规定高利率外, 还规定可以根据年终的盈利状况进行分红。有的企业除了支付高额股息外, 还可分红, 或在加工资、发奖金、享受住房福利等方面给予优惠。

③有些效益差的企业则采取行政命令, 通过硬性摊派搞内部集资, 违背了自愿原则。

④目前企业发行的股票、债券还很不规范, 对投资者和集资者的权利、义务不落实, 债权、债务关系得不到应有的法律保证。

三、我国金融市场的近期发展重点

从以上分析可以看出, 在紧缩政策下, 我国资金市场从总体上来说处于萧条状态, 但同时, 在这萧条的大背景下, 企业集资却异军突起, 获得了迅速发展。这是经济运行本身对资金市场的自然淘汰过程, 同时这也是困境中的机遇, 它预示着企业集资应成为我国资金市场的近期发展重点。这是因为:

①企业制度改革在经济体制改革中是较早实行的, 它在较大程度上硬化了企业的预算约束, 企业已在较大程度上取得了独立的法人资格。这就为企业集资的顺利发展提供了重要的条件。

②它是割断企业与银行之间脐带的必要步骤。长期以来, 我国企业在资金来源上过分依赖于银行, 许多企业如果离开了银行信贷资金的支持, 生产经营就难以为继。因此在国家实行紧缩政策时, 要么银行顶不住企业的压力, 使紧缩政策无法贯彻下去; 要么银行实行“一刀切”政策, 眼看着效益好的企业因资金短缺而停止生产, 有效供给减少。相反, 如果有一个较为发达的证券市场, 企业就会减少对银行资金的依赖。当中央银行实行紧缩政策时, 企业就可以走上市场融资, 金融市场就可以自动起到缓冲器的作用, 以减轻紧缩的货币政策给经济造成的震荡程度。

③它符合先发展证券发行市场, 后发展证券流通市场; 先发展市场机制, 后发展市场组织形式的世界各国金融市场发展的一般规律。这个规律已被我国前一阶段的金融市场发展历程所证实。光注重发展市场组织形式只能导致有行无市的萧条局面。企业集资是应经济运行的内在需要发展起来的, 有其存在的客观基础, 我们应借此理顺各种关系, 完善市场机制, 完善证券发行市场, 为将来发展企业证券流通市场奠定坚实的基础。

但由于目前企业的集资行为还存在着许多弊端, 我们对此应加强引导和管理。为此, 我们应从以下几方面入手:

①债券、股票要规范化。债券和股票是两种截然不同的证券, 要严格区分开来。这一方面是为了明晰产权、债权关系, 另一方面是为将来发展证券流通市场准备标准化的流通客体。

②应限制国营企业搞内部集资。国营企业集资应面向全社会。这一方面可避免国营企业借集资之名变相发放奖金, 另一方面可防止低效益亏损企业搞摊派。

③应明文规定集资企业应向全社会如实公布其财务状况, 以增大透明度, 防止亏损企业利用高利率迷惑公众。对谎报、隐瞒真实财务状况的企业应严厉惩罚, 并取消其发行证券的资格。

两种社会制度下的 通货膨胀比较

谢杭生

通货膨胀从其内在的原因来说,是由一国经济总量和结构失衡而引发的。其典型的表现形式即是货币过量供给导致货币贬值,从而引发物价水平持续地全面上涨。

迄今为止,虽然通货膨胀问题的研究有了长足的进展,但总的来说,无论是就其产生的直接、间接原因,内在的传递、持续、加速的机制,还是由其引起的经济、社会效应等方面的研究都仍然比较肤浅,通货膨胀现象作为一个现实难题仍然困扰着各国经济的发展。

从总体上讲,通货膨胀是由经济失衡而引起,但是,一国经济失衡的内在原因与表现又与一国特定的历史文化、社会制度,尤其是与经济体制有着密不可分的联系。本文试图从比较的角度来探讨通货膨胀在社会主义和资本主义两种对立制度下的异同。

一、通货膨胀——当前世界范围内共有的经济现象

二战以后,世界各国已明显地呈现出经济发达国家和发展中国家两大类型。社会主义各国的经济虽然大多处于发展中国家的水平,但是,社会制度的差异使其经济形成一种独特的发展类型。尽管如此,从各国经济发展的现状看,在战后的四、五十年时间里,几乎都出现了程度不同、形式各异的通货膨胀问题,现概述如下:

第一,以美、英、日等为代表的发达的资本主义国家出现了持续的、逐渐加剧的、并在70年代爆发了以滞胀为特征的通货膨胀。进入80年代后,情况虽稍有好转,但始终未能摆脱

④中国人民银行应加强对企业集资的宏观控制。应要求集资的企业事先将集资的用途、数量、对象、形式、偿还期限和利率列出详细计划报请中国人民银行审批。

⑤中国人民银行应详细研究企业集资行为对银行存款、银行贷款、货币流通、货币政策等的影响,以便更有效、更准确地执行货币政策。

⑥应尽快制定和颁布证券法,从法律上明确规定企业集资的有关事项,使其具有法律效力。

⑦应创造条件开办企业证券流通市场,并放开证券价格,让证券价格来评价企业的经营水平和盈利状况。

⑧应加快利率改革步伐。企业集资的高利率表明企业的利息负担能力并非如我们所想象的那样弱。大幅度提高利率以纠正负利率状况并不会大幅度提高企业成本而造成通货膨胀。只有尽快实行利率改革,才能保证银行在金融市场中的主导地位,使之成为国家控制金融市场的一条途径。

(作者单位:厦门大学财经系)